

日期: 2010年11月8日

行业: 造纸业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090141

具品牌和市场优势的生活用纸企业

■ 投资要点:

具品牌和市场优势的生活用纸企业

公司从事中高档生活用纸产品的生产和销售,拥有“洁柔”、“太阳”两大国内生活用纸知名品牌,主要产品为卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。公司属于生活用纸行业第一梯队成员,具备较明显的市场竞争优势。2007年、2008年和2009年,按国内生活用纸销售金额计算,公司的市场占有率分别约为:4.03%、3.86%和3.89%。

募集资金提高公司竞争能力

本次募集资金将用于唐山、中山、江门新建项目。项目实施后,公司产能将从2009年的18.60万吨扩大到35.60万吨,增幅为91.40%;同时将进一步完善公司的生产基地布局,加强公司的市场竞争优势。

业绩增长可持续

预计募投项目将在2013年投产,我们测算2010-2013年归于母公司所有者的净利润将实现年递增33.55%、21.43%、2.09%和26.39%,相应的稀释后每股收益为0.94元、1.14元、1.16元和1.47元。

定价结论

公司募集资金项目将于2013年投产,届时盈利能力获得较大程度提升。我们认为,给予公司2010年30-36倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为28.07-33.68元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场15%的折让,建议询价区间为23.86-28.63元,对应的2009年市盈率区间为34.57-41.48倍。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,618.69	1,829.58	2,000.99	2,162.12	2,853.10
年增长率(%)	11.95	13.03	9.37	8.05	31.96
归属于母公司的净利润	110.44	149.70	181.78	185.58	234.55
年增长率(%)	117.25	35.55	21.43	2.09	26.39
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.690	0.936	1.136	1.160	1.466

数据来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

IPO 询价区间 RMB23.86-28.63 元
上市合理估值 RMB28.07-33.68 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股) 40.00
发行后总股本(百万股) 160.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 安信证券

主要股东 (IPO 前)

中顺集团 40.08%
香港中顺 28.63%
隆兴投资 10.00%
佳畅贸易 5.53%

收入结构 (10H1)

卷纸 56.27%
软抽纸 23.95%
手帕纸 12.29%

报告编号: JLJ10-NSP25

首次报告时间: 2010年11月8日

■ 公司概况

公司从事中高档生活用纸产品的生产和销售，拥有“洁柔”、“太阳”两大国内生活用纸知名品牌，主要产品为卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。公司所处的行业是造纸行业中的生活用纸子行业。生活用纸行业是具有巨大发展潜力的行业；目前，国内生活用纸行业产业集中度相对偏低，上下游行业发展良好，非常有利于行业龙头企业发展。公司为国内生活用纸行业前四甲企业，属于生活用纸行业第一梯队成员，具备较明显的市场竞争优势。2007年、2008年和2009年，按国内生活用纸销售金额计算，公司的市场占有率分别约为：4.03%、3.86%和3.89%。

2008年12月，公司由中山市中顺纸业制造有限公司整体变更设立，发起人为中顺集团、香港中顺、隆兴投资、佳畅贸易、中基投资、华明光源、益嘉贸易、亨茂贸易、加德信、新达投资、一帆投资、辉龙投资、裕龙投资十三位法人。公司控股股东为中顺集团，直接持有公司40.0822%的股份。公司实际控制人为邓氏家族，其成员为邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰，分别持有公司控股股东中顺集团60%、20%和20%的股权；邓颖忠持有公司第二大股东香港中顺100%的股权；邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰还通过中顺集团间接持有公司股东中基投资45.98%的股权。因此，本次发行前邓氏家族通过以上三股东控制公司72.58%的股份；本次发行后，累计持有公司54.43%的股权，仍处于绝对控股地位。

表1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
	一、有限售条件流通股	12,000.00	100.00	12,000.00	75.0000
1	中顺集团	4,809.86	40.0822	4,809.86	30.0617
2	香港中顺	3,435.62	28.6302	3,435.62	21.4727
3	隆兴投资	1,200.00	10.0000	1,200.00	7.5000
4	佳畅贸易	663.90	5.5325	663.90	4.1494
5	中基投资	464.22	3.8685	464.22	2.9014
6	华明光源	360.84	3.0070	360.84	2.2553
7	益嘉贸易	317.35	2.6446	317.35	1.9835
8	亨茂贸易	290.87	2.4239	290.87	1.8179
9	加德信	255.32	2.1277	255.32	1.5958
10	新达投资	180.00	1.5000	180.00	1.1250
11	一帆投资	8.00	0.0667	8.00	0.0500
12	辉龙投资	8.00	0.0667	8.00	0.0500
13	裕龙投资	6.00	0.0500	6.00	0.0375

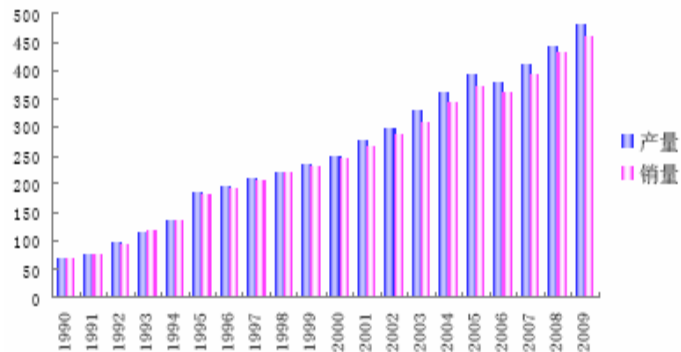
二、本次发行流通股	-	-	4,000.00	25.00
合计	12,000.00	100.00	16,000.00	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 行业增长前景

伴随经济增长和人们生活水平的提高，我国生活用纸行业保持了持续高速增长势头，生活用纸年总产量从 1990 年的 67.9 万吨增长到 2009 年的 479.1 万吨，年平均增长率为 10.83%；年总销售量从 1990 年的 67.9 万吨增长到 2009 年的 461.9 万吨，年平均增长率为 10.62%。在 2008 年发生全球金融危机的情况下，我国生活用纸行业销售量仍保持了 9.29% 的增长速度，呈现出我国生活用纸消费刚性需求的特点。

图 1 中国生活用纸行业增长图



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

根据生活用纸行业协会有关数据，我国 2007 年、2008 年和 2009 年生活用纸人均消费量分别为 2.70 千克、2.95 千克和 3.14 千克，与世界平均水平 4.1 千克还有一定差距，与经济发达国家和地区相比差距巨大。从人均消费量角度看，我国生活用纸的未来市场空间巨大。

根据《2009 年生活用纸行业年度报告》的预测，生活用纸消费的年增长率将与我国 GDP 的增长同步或稍低。预计到 2015 年，我国生活用纸的产能在 2010 年 600 万吨的基础上新增产能 200 万吨，淘汰落后产能 30 万吨，有效产能达到 770 万吨。2015 年我国生活用纸产量将达到 680 万吨，消费量 580 万吨，年人均生活用纸消费量 4.2 千克，将达到世界平均水平。

表 2 未来市场容量

年份	生产量 (万吨)	消费量 (万吨)	人均消费量 (千克/人.年)
2008 年	443.7	391.3	2.95
2009 年	479.1	419.7	3.14
2010 年	510.0	445.0	3.3

2015 年	680.0	580.0	4.2
2020 年	830.0	710.0	5.0

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 行业竞争结构及公司的地位

生活用纸行业是高度市场化的自由竞争行业，呈现多层次竞争格局。众多的生产厂商按其产能规模大小分属三个梯队。公司与维达国际、恒安国际、金红叶纸业属于国内生活用纸行业的第一梯队成员，年产能均在 15 万吨以上；排名 5-15 位的企业组成生活用纸行业内第二梯队，均为区域性生产厂商，年产能一般在 10 万吨以下；其他生产厂商属于生活用纸行业内第三梯队，均为地方性小生产厂商，年产能在 5 万吨以下。

第一梯队企业依靠其规模和品牌优势，通过全国性生产基地布局，以生产中高档产品为主，参与全国市场的竞争，在竞争中不断提高自身的竞争力和市场占有率，并拥有较强市场定价能力。第一梯队企业按销售额计算的市场占有率从 2006 年的 20% 上升到 2009 年的 27.2%；前 15 位生产企业按销售额计算的市场占有率从 2006 年的 30% 上升到 2009 年的 39.8%。

公司竞争优势表现在：

1、公司是国内生活用纸行业内前四甲企业，属于行业内第一梯队成员。近三年一期，公司生活用纸产量、销量持续增长，产品销售覆盖全国并销往香港、澳门、澳大利亚、日本、中东和东南亚等国家和地区。

2、多品牌战略和良好品牌形象赋予公司较强的市场定价能力。公司拥有“洁柔”和“太阳”两大品牌，具有良好的品牌形象和突出的品牌优势。

3、良好的研发能力带来竞争优势。公司拥有完备的产品开发体系，下属研发部门具备较强的自主研发能力和优秀的产品配方工艺，在行业中处于领先地位。

4、全国性的生产基地布局和覆盖全国的营销网络。

表 3 公司的市场份额及变动趋势

项目	2007 年	2008 年	2009 年
全行业销售额(亿元)	307.0	374.4	415.7
公司销售额(亿元)	12.36	14.46	16.19
市场占有率(%)	4.03	3.86	3.89

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 募资项目

本次募集资金将用于唐山、中山、江门新建项目。项目实施后，公司产能将从2009年的18.60万吨扩大到35.60万吨，增幅为91.40%；同时将进一步完善公司的生产基地布局，加强公司的市场竞争优势。

表4 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

序号	项目名称	项目总 投资	投资时间安排		建设期
			第一年	第二年	
1	唐山新建项目	21,034.40	11,034.40	10,000.00	2年
2	中山新增项目	33,000.00	17,000.00	16,000.00	2年
3	江门新建项目	25,000.00	11,585.00	13,415.00	2年
	合计	79,034.40	39,619.40	39,415.00	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表5 募投项目经济效益分析

序号	指标	唐山新建项 目	中山新增项 目	江门新建项 目
1	销售收入（万元/年）	52,462.91	75,826.27	44,457.24
2	利润总额（万元/年）	3,863.50	6,623.92	3,901.11
3	净利润（万元/年）	2,897.62	4,967.94	2,925.83
4	税后内部收益率（%）	19.23	20.20	15.93
5	税后静态投资回收期（年， 不含建设期）	4.76	4.58	5.49
6	投资利润率（%）	13.80	15.05	11.70

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司依托“洁柔”、“太阳”两大品牌，致力于做大做强生活用纸主业。公司的主营业务收入和利润来源于生活用纸的销售，具有良好的成长性，近三年公司主营业务收入年增长率平均为15.83%，其中公司2008年、2009年和2010年上半年，主营业务收入分别增长19.21%、12.45%和8.50%。

公司产品主要分为卷纸、软抽纸、手帕纸、盒巾纸和其他纸类产品。卷纸是公司的主导产品，近三年，卷纸销售收入的年增长率分别为16.69%、14.52%；卷纸实现的主营业务收入占公司主营业务收入

的 60% 左右，占比较高。

软抽纸和手帕纸的毛利率水平相对较高，已成为公司增长最快和最具增长潜力的产品。报告期内，软抽纸和手帕纸实现的主营业务收入占公司主营业务收入的比例从 2007 年度的 23.59% 上升到 2010 年 1-6 月上升到 36.24%，增长迅速。

2008 年、2009 年和 2010 年上半年，公司毛利分别增长 48.96%、64.00% 和 6.15%，呈现快速增长趋势，反映公司业务增长迅速。从毛利构成来分析，2007 年卷纸、软抽纸、手帕纸、盒巾纸和其他纸类产品的毛利占公司总毛利的比重分别为 56.76%、17.64%、9.75%、7.50% 和 8.35%；2010 年 1-6 月，卷纸、软抽纸、手帕纸、盒巾纸和其他纸类产品的毛利占公司总毛利的比重分别为 49.35%、27.82%、14.94%、4.02% 和 3.87%，显示公司产品结构不断优化，毛利率较高的软抽纸和手帕纸在毛利总额中所占的比重显著增加。

表 6 公司产能利用情况

期间	原纸产能 (万吨)	原纸产量 (万吨)	产能利用率 (%)
2010 年 1-6 月	9.08	7.73	85.13
2009 年	17.8	15.87	89.16
2008 年	16.8	14.54	86.56
2007 年	15.2	12.98	85.37

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 7 产品产销率情况

产品类别	2010 年 1-6 月			2009 年		
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)
卷纸	4.628	4.744	102.51	10.405	10.4	99.95
软抽纸	1.575	1.572	99.81	2.999	3.063	102.13
手帕纸	0.634	0.643	101.42	1.104	1.111	100.63
盒巾纸	0.181	0.179	98.9	0.471	0.473	100.42
其他	0.297	0.314	105.72	0.373	0.381	102.14
合计	7.315	7.452	101.87	15.352	15.428	100.5

产品类别	2008 年			2007 年		
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率 (%)
卷纸	8.842	8.467	95.76	7.996	7.863	98.34
软抽纸	2.152	2.114	98.23	1.881	1.854	98.56
手帕纸	1.055	1.046	99.15	0.795	0.777	97.74
盒巾纸	0.579	0.566	97.75	0.683	0.671	98.24

其他	0.993	0.972	97.89	1.18	1.169	99.07
合计	13.621	13.165	96.65	12.535	12.334	98.4

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表 8 公司各类产品的销售价格变动情况

产品类别	2009 年度		2008 年度		2007 年 度
	单价 (元/ 吨)	增幅 (%)	单价 (元/ 吨)	增幅 (%)	单价 (元/ 吨)
卷纸	9,439.48	-6.77	10,124.87	8.38	9,342.04
软抽纸	11,699.58	1.00	11,583.83	16.24	9,965.12
手帕纸	14,908.59	-1.09	15,073.29	17.36	12,843.68
盒巾纸	15,664.52	4.8	14,946.88	16.1	12,874.42
其他	9,632.60	0.59	9,575.64	11.51	8,587.39
合计	10,477.65	-4.04	10,919.16	11.68	9,777.01

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表 9 公司报告期内主营业务收入构成 单位: 万元

	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
卷纸	47,465.37	56.27	98,170.62	60.73	85,722.53	59.63	73,460.46	60.92
软抽纸	20,202.03	23.95	35,835.81	22.17	24,492.72	17.04	18,472.08	15.32
手帕纸	10,366.11	12.29	16,563.45	10.25	15,768.09	10.97	9,975.84	8.27
盒巾纸	2,976.82	3.53	7,409.40	4.58	8,461.21	5.89	8,645.08	7.17
其他	3,337.56	3.96	3,670.25	2.27	9,309.60	6.48	10,034.84	8.32
合计	84,347.89	100	161,649.53	100	143,754.15	100	120,588.29	100

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表 10 公司主营业务毛利的构成情况 单位: 万元

项目	金额				占比			
	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
卷纸	13,774.04	31,902.22	17,994.16	13,189.12	49.35%	56.20%	51.98%	56.76%
软抽纸	7,763.74	13,984.69	7,313.70	4,099.58	27.82%	24.63%	21.13%	17.64%
手帕纸	4,171.05	6,752.53	4,840.75	2,266.30	14.94%	11.89%	13.98%	9.75%
盒巾纸	1,121.02	2,841.33	2,280.56	1,742.49	4.02%	5.00%	6.59%	7.50%
其他	1,080.37	1,289.38	2,187.06	1,940.63	3.87%	2.27%	6.32%	8.35%
合计	27,910.23	56,770.14	34,616.25	23,238.13	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表 11 公司各项业务毛利率水平 单位：%

指标	2010H1	2009	2008	2007
卷纸	29.02	32.5	20.99	17.95
软抽纸	38.43	39.02	29.86	22.19
手帕纸	40.24	40.77	30.7	22.72
盒巾纸	37.66	38.35	26.95	20.16
其他	32.37	35.13	23.49	19.34
合计	33.09	35.12	24.08	19.27

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司在广东中山、广东江门、浙江嘉兴、湖北孝感和四川成都建有五大生产基地。母公司中顺洁柔是最主要的生产基地，对盈利的贡献度最高。

表 12 公司及各主要生产型子公司实现的营业收入和净利润以及占比情况 单位：万元、%

公司	2010 年 1-6 月				2009 年			
	营业收入		净利润		营业收入		净利润	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中顺洁柔	47,202.16	44.02	3,116.91	34.03	85,583.54	45.23	5,000.66	35.64
江门中顺	24,833.83	23.16	3,062.70	33.44	42,640.79	22.53	5,590.59	39.85
湖北中顺	6,987.82	6.52	131.96	1.44	14,342.44	7.58	944.18	6.73
浙江中顺	9,627.82	8.98	949.64	10.37	15,898.15	8.4	480.73	3.43
成都天天	18,580.78	17.33	1,897.52	20.72	30,772.03	16.26	2,013.14	14.35
合计	107,232.41	100	9,158.73	100	189,236.95	100	14,029.30	100
合并报表数	84,418.93	-	8,266.13	-	161,869.33	-	12,845.23	-

公司	2008 年				2007 年			
	营业收入		净利润		营业收入		净利润	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中顺洁柔	94,444.35	51.35	3,453.72	36.88	90,144.05	60.12	3,854.09	76.02
江门中顺	29,072.22	15.81	2,945.65	31.46	21,971.20	14.65	1,416.64	27.94
湖北中顺	11,950.42	6.5	733.29	7.83	8,729.95	5.82	-149.08	-2.94
浙江中顺	16,337.72	8.88	698.23	7.46	5,252.37	3.5	-140.82	-2.78
成都天天	32,109.52	17.46	1,532.61	16.37	23,832.32	15.9	89.34	1.76
合计	183,914.23	100	9,363.50	100	149,929.89	100	5,070.17	100
合并报表数	144,596.42	-	6,214.60	-	123,630.62	-	4,328.74	-

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

公司业务近年来稳步发展，2008-2009 年营业总收入同比增长分别为 16.96% 和 11.95%，净利润同比增长 24.89% 和 117.25%。公司 2009 年度盈利能力大幅提升是由于公司业务快速发展，产品销量持续上升；同时在保证产品毛利持续上升的情况下结合市场情况对各产品价格进行了调整。

2007-2009 年和 2010 年上半年，公司综合毛利率分别为 19.27%、24.08%、35.12% 和 33.09%，毛利率呈现持续上升趋势。2008 年，公司产品平均价格较上年增长 11.68%，使得毛利率较上年上升 4.81 个百分点；2009 年公司各类产品单位毛利的提高主要由于纸浆成本的大幅降低；2010 年 1-6 月，公司产品平均价格较 2009 年增长 8.03%。

表13 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项目	2010年	2009年		2008年		2007年
	1-6月	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业总收入	84,418.93	161,869.33	11.95	144,596.42	16.96	123,630.62
营业利润	9,793.92	14,917.20	158.91	5,761.56	41.69	4,066.40
利润总额	9,936.26	15,414.56	144.36	6,308.26	37.11	4,600.96
净利润	7,223.46	11,044.14	117.25	5,083.64	24.89	4,070.40

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2007-2009 年和 2010 年上半年，公司应收帐款周转率分别为 7.44 次、6.68 次、6.64 次和 4.00 次，存货周转率分别为 4.46 次、4.36 次、3.85 次和 2.12 次。

公司的存货周转率、总资产周转率高于本行业上市公司平均水平。应收账款周转率低于同行业上市公司平均水平，由于公司对重点培养的经销商客户，公司给予一定的商业信用额度；新区域的业务开拓也造成短期内货款回收速度相对较慢。

表14 同类公司 2009 年运营能力比较 单位：次

代码	指标	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	毛利率
HK1044	恒安国际	13.03	2.72	0.9	42.00%
HK3331	维达国际	9.59	2.6	0.83	34.20%
	平均	11.31	2.66	0.87	38.10%
	中顺股份	6.43	3.85	1.11	35.12%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

业绩预测

预计募投项目将在 2013 年投产，我们测算 2010-2013 年归属于母

公司所有者的净利润将实现年递增 33.55%、21.43%、2.09% 和 26.39%，相应的稀释后每股收益为 0.94 元、1.14 元、1.16 元和 1.47 元。

表 15 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元

指标	2010E	2011E	2012E	2013E
现有业务				
销售量 (万吨)				
卷纸	10.61	10.82	11.04	11.04
软抽纸	3.31	3.57	3.75	3.75
手帕纸	1.17	1.22	1.29	1.29
盒巾纸	0.47	0.47	0.47	0.47
其他产品	0.63	1.63	2.63	2.63
平均价格 (元/吨)				
卷纸	10020.00	10020.00	10020.00	10020.00
软抽纸	13000.00	13000.00	13000.00	13000.00
手帕纸	16200.00	16200.00	16200.00	16200.00
盒巾纸	16630.00	16630.00	16630.00	16630.00
其他产品	10630.00	10630.00	10630.00	10630.00
卷纸	106,292	108,418	110,586	110,586
软抽纸	43,005	46,445	48,767	48,767
手帕纸	18,898	19,843	20,835	20,835
盒巾纸	7,866	7,866	7,866	7,866
其他产品	6,697	17,327	27,957	27,957
其他业务	200	200	200	200
收入合计	182,958	200,099	216,212	216,212
卷纸	74,405	75,893	77,410	77,410
软抽纸	26,448	28,331	29,748	29,748
手帕纸	11,244	11,707	12,293	12,293
盒巾纸	4,877	4,877	4,877	4,877
其他产品	4,353	11,262	18,172	18,172
其他业务	180	180	180	180
成本合计	121,507	132,251	142,680	142,680
卷纸	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
软抽纸	38.50%	39.00%	39.00%	39.00%
手帕纸	40.50%	41.00%	41.00%	41.00%
盒巾纸	38.00%	38.00%	38.00%	38.00%
其他产品	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
综合毛利率	33.59%	33.91%	34.01%	34.01%
募投项目				
项目投产率				40%
产品年均销售收入				69,099

营业总成本	63,343
年均利润总额	5,755

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 16 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,618.69	1,829.58	2,000.99	2,162.12	2,853.10
营业总成本	1,469.52	1,624.89	1,755.73	1,901.11	2,524.55
营业成本	1,051.24	1,215.07	1,322.51	1,426.80	1,889.98
营业税金及附加	7.11	7.32	8.00	8.65	11.41
销售费用	295.48	274.44	300.15	324.32	436.53
管理费用	82.18	91.48	100.05	108.11	149.56
财务费用	32.31	36.59	25.02	33.24	37.06
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	149.17	204.69	245.26	261.00	328.55
加: 营业外收入	6.05	4.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.07	2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	154.15	206.69	245.26	261.00	328.55
减: 所得税	25.69	32.62	36.34	46.84	66.10
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	128.45	174.07	208.93	214.17	262.45
减: 少数股东损益	18.01	24.37	27.15	28.58	27.90
归属于母公司所有者的净利润	110.44	149.70	181.78	185.58	234.55
摊薄 EPS (元)	0.690	0.936	1.136	1.160	1.466

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

纸浆价格大幅波动的风险

纸浆是国际性大宗原材料，其价格受世界经济周期的影响明显，且波动幅度较大。公司生产用主要原材料是纸浆。近三年一期，生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重分别为 60.28%、58.54%、53.40%和 57.55%。因此，公司面临纸浆价格大幅度波动的风险。

区域市场竞争风险

由于生活用纸行业的竞争以区域性市场竞争为主。受消费能力和消费习惯的影响，区域市场内高中低档产品相互之间存在市场竞争。公司是一个生产基地布局及销售网络覆盖全国市场、以经营全国性品

牌的中高档产品为主的公司，但仍面临区域市场竞争的风险。

汇率波动风险

公司进口机器设备和纸浆及向海外市场销售产品主要采用港元和美元作为结算币种。近年来，汇率波动频繁且波动幅度加大，公司面临一定的汇率波动风险。

实际控制人控制风险

公司实际控制人邓氏家族通过中顺集团、香港中顺和中基投资控制公司 72.58% 的股份。如果实际控制人通过行使表决权或其他方式对公司经营和财务决策、重大人事任免和利润分配等方面实施不利影响，可能会给公司及中小股东带来一定风险。

所得税税收优惠政策变化的风险

公司是高新技术企业，从 2010 年度起享受减按 15% 的税率计缴企业所得税的优惠政策。随着公司所得税税率由 2009 年的 12.5% 过渡到 15% 以及公司下属各子公司所得税税率逐步过渡至 25%，公司未来的经营业绩及盈利能力将受到一定的影响。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

由于 A 股市场中未找到相同业务的生活用纸上市公司，我们选取了同为造纸业的公司作为比较。基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业上市公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 44.69 倍、23.80 倍和 18.11 倍。最近上市的中小板股票中，2009-2011 年平均动态市盈率分别为 50.82 倍、48.84 倍和 35.07 倍。

表 17 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600308.SH	华泰股份	11.57	1.91	0.37	0.65	1.07	6.06	31.27	17.80	10.80
600966.SH	博汇纸业	9.31	0.40	0.51	0.66	0.77	29.28	22.52	17.60	15.02
002078.SZ	太阳纸业	14.11	0.95	0.70	0.83	0.97	12.18	16.60	13.99	11.89
002067.SZ	景兴纸业	8.39	0.08	0.31	0.39	0.57	144.63	37.48	29.36	20.16
002228.SZ	合兴包装	15.80	0.35	0.36	0.60	0.84	33.06	32.01	19.30	13.74
国内同行业整体平均							45.04	27.98	19.61	14.32

数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所 (11 月 5 日收盘价)

表 18 国际同类公司的相对估值

股票代码	股票名称	交易所代码	股价	EPS	PE
1044 HK Equity	HENGAN INTL GROUP CO LTD	HK	73.45	2.13	38.20

VINDA INTERNATIONAL					
3331 HK Equity	HOLDINGS	HK	10.26	0.45	22.10
KMB US Equity	KIMBERLY-CLARK CORP	US	62.98	4.63	13.34
PG US Equity	PROCTER & GAMBLE CO/THE	US	65.00	3.99	17.52
平均					22.78

数据来源: bloomberg,上海证券研究所整理 (11月5日收盘价)

表 19 最近上市 (中小板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002486.SZ	嘉麟杰	14.73	0.23	0.27	0.27	0.32	64.04	54.56	53.76	46.03
002487.SZ	大金重工	42.91	0.67	1.05	1.12	1.38	63.95	40.87	38.43	31.02
002488.SZ	金固股份	28.05	0.32	0.51	0.51	0.74	87.66	55.00	55.09	37.82
002489.SZ	浙江永强	39.05	1.24	1.48	1.12	1.46	31.49	26.39	34.79	26.70
002490.SZ	山东墨龙	20.86	0.93	0.82	0.71	0.98	22.43	25.44	29.30	21.29
002491.SZ	通鼎光电	19.82	0.26	0.42	0.52	0.70	74.96	47.26	38.37	28.39
002492.SZ	恒基达鑫	20.39	0.44	0.49	0.43	0.49	46.17	41.96	47.98	41.52
002493.SZ	荣盛石化	64.29	0.18	1.57	2.21	2.56	357.17	40.95	29.09	25.09
002494.SZ	华斯股份	29.18	0.36	0.51	0.46	0.59	81.06	57.22	63.43	49.38
002495.SZ	佳隆股份	32.92	0.62	0.75	0.62	0.82	53.10	43.89	53.49	39.99
平均值							88.20	43.35	44.37	34.72

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (11月5日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

公司募集资金项目将于 2013 年投产, 届时盈利能力获得较大程度提升。我们认为, 给予公司 2010 年 30-36 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 28.07-33.68 元。

从 2010 年上市的中小板股票来看, 截至 11 月 5 日的发行价相对于最新市场价格平均折扣率为 22.84%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 15% 的折让, 建议询价区间为 23.86-28.63 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 34.57-41.48 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20% 以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10% 以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。